

供求错配周期中的强阿尔法

吉祥航空（603885.SH）深度报告

评级：买入-A（首次覆盖）

分析师：凌军 SAC S0910523030001



本报告仅供华金证券客户中的专业投资者参考
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- 1、国际市场是本轮航空供求改善关键：**A股航空公司大概率已经进入供求错配大周期的启动过程，但即使仅考虑国内市场，我们判断供求大幅改善的时间是在国际航线好转之后。
- 2、行业逆周期吉祥顺周期投资时点来临：**航空作为周期股，经典的是两种投资周期：逆景气周期和顺产能利用率；虽然判断景气进度滞后，但2023年是行业逆周期吉祥顺周期投资的时点。
- 3、相对于19年，吉祥航空基本面有诸多积极变化：**B787转飞国内优质时刻，预计利用率达到较高水平，2023年两舱客座率有望达到50-60%；与东航互持股权，华东市场竞争有望缓和；疫情期间不断加密优质干线。
- 4、历史上吉祥是一家优质航空公司：**公司以向三大航靠拢机票定价策略，成本管控向廉航看齐，从而实现行业领先的收入和业绩增长，给予股东超越行业的ROE回报。
- 5、看好2023年航空特殊背景下的吉祥航空，首次覆盖给予“买入”评级：**我们预测2023-2024年公司归母净利润分别位12.2和31.7亿元，对应每股收益分别为0.55和1.43元，对应PE估值分别为32.6和12.5倍

风险提示：暑运低于预期、国际航线恢复进度低于预期

- 01 对航空股与众不同的观点
- 02 吉祥航空：相对19年的积极变化
- 03 吉祥航空：历史上的管理优秀者
- 04 盈利预测及投资建议
- 05 风险提示

1.1市场观点：2023年是航空股供求改善大年

◆ 市场认为：

在新冠疫情政策放开背景下，2023年国内航空公司供求关系将大幅改善，从而带动行业整体景气度的提升

如果国际市场恢复时间低于预期，至少**国内市场**景气度提升是大概率事件

◆ 我们认为：

A股航空公司大概率已经进入供求错配大周期的启动过程

但即使仅考虑国内市场，我们判断供求大幅改善的时间是**在国际航线好转之后**

航空作为周期股，经典的是两种投资周期：逆景气周期和顺产能利用率
虽然判断景气进度滞后，但2023年是**行业逆周期吉祥顺周期投资**的时点

1.1 我们观点：国际市场是本轮航空供求改善关键

◆ 我们判断：

在以往的供求分析框架中，国内外市场ASK和RPK关系是分开考虑。

而对于2023年，国际市场的恢复进度反而变成整个行业的关键联动变量。

以往



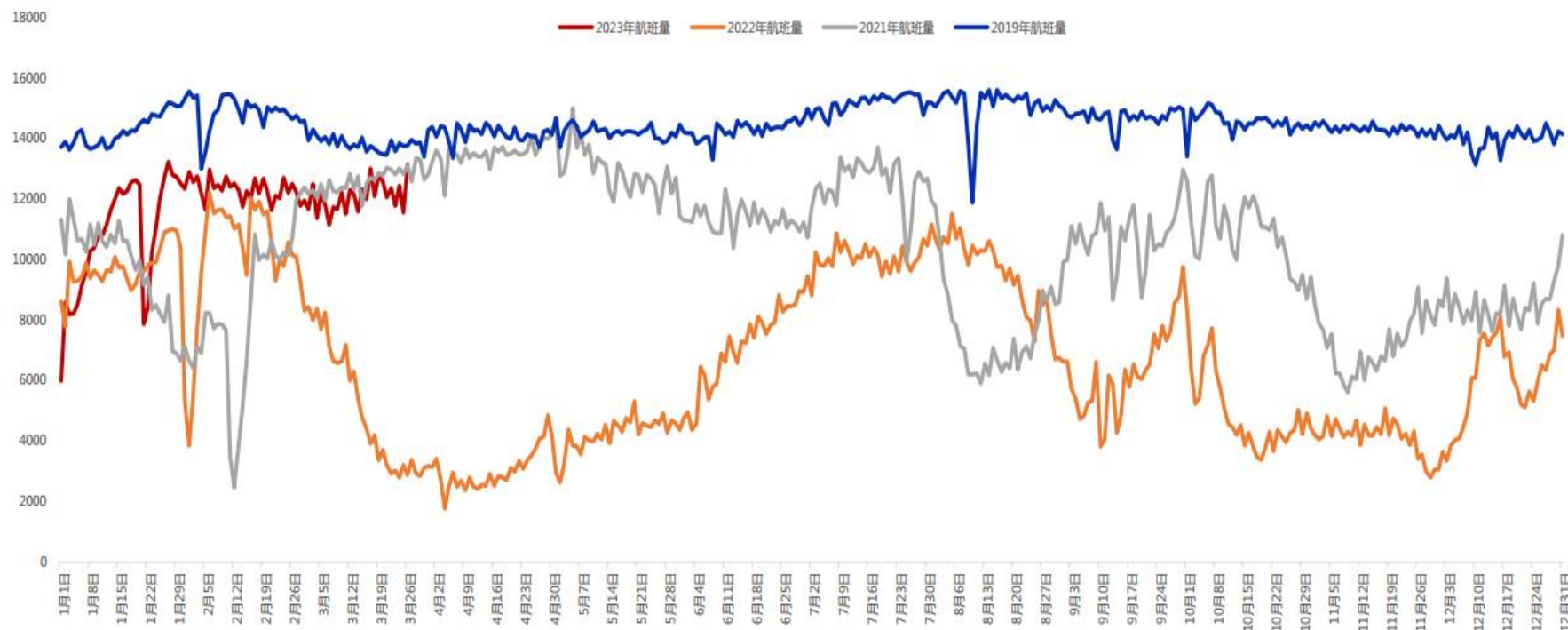
2023



1.1 我们观点：国际改善是航空供求错配关键

- ◆ 目前市场判断景气的依据：对比19年的需求，差距已不大
- ◆ 但是：2019年本身不是航空供不应求的大年

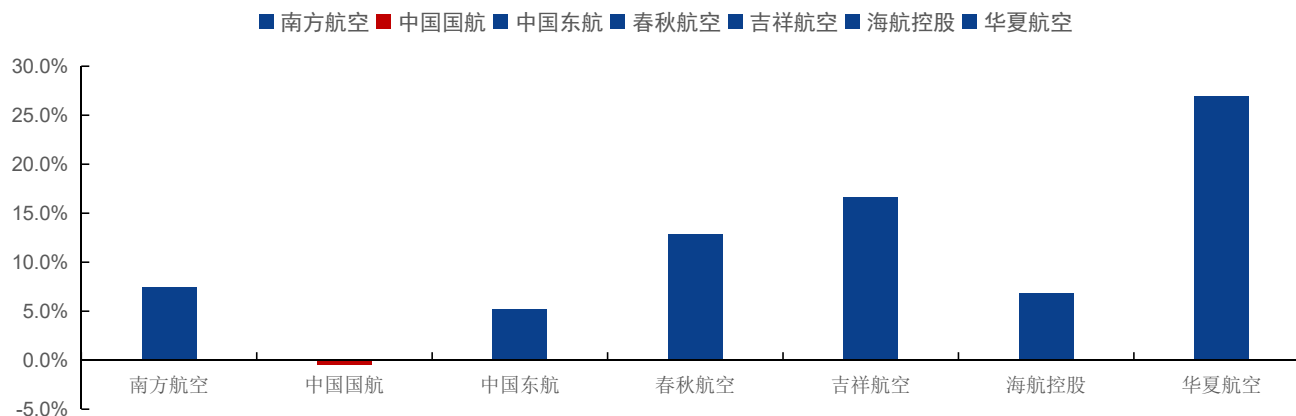
图：2023年中国民航执行客运航班量日趋势



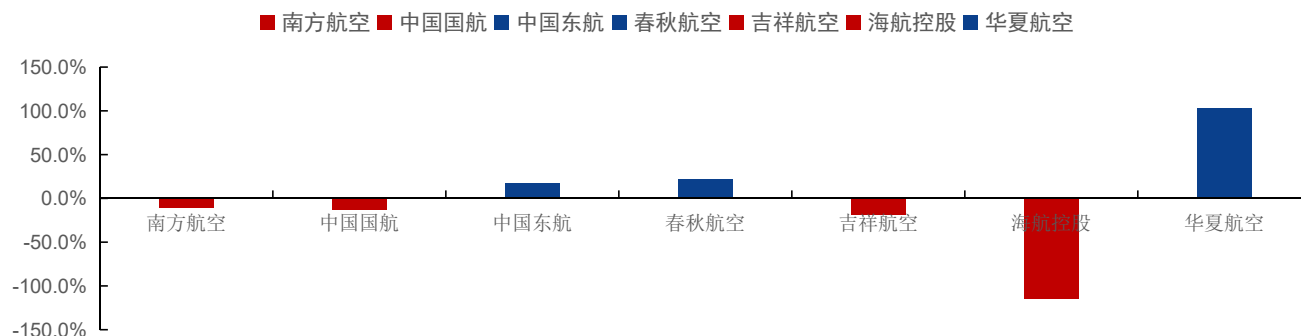
1.2019年多个航空股业绩下滑

◆ 2019年中国国航、南方航空、吉祥航空、海航控股均录得归母净利润的负增长

图：各个航空公司营业收入增速



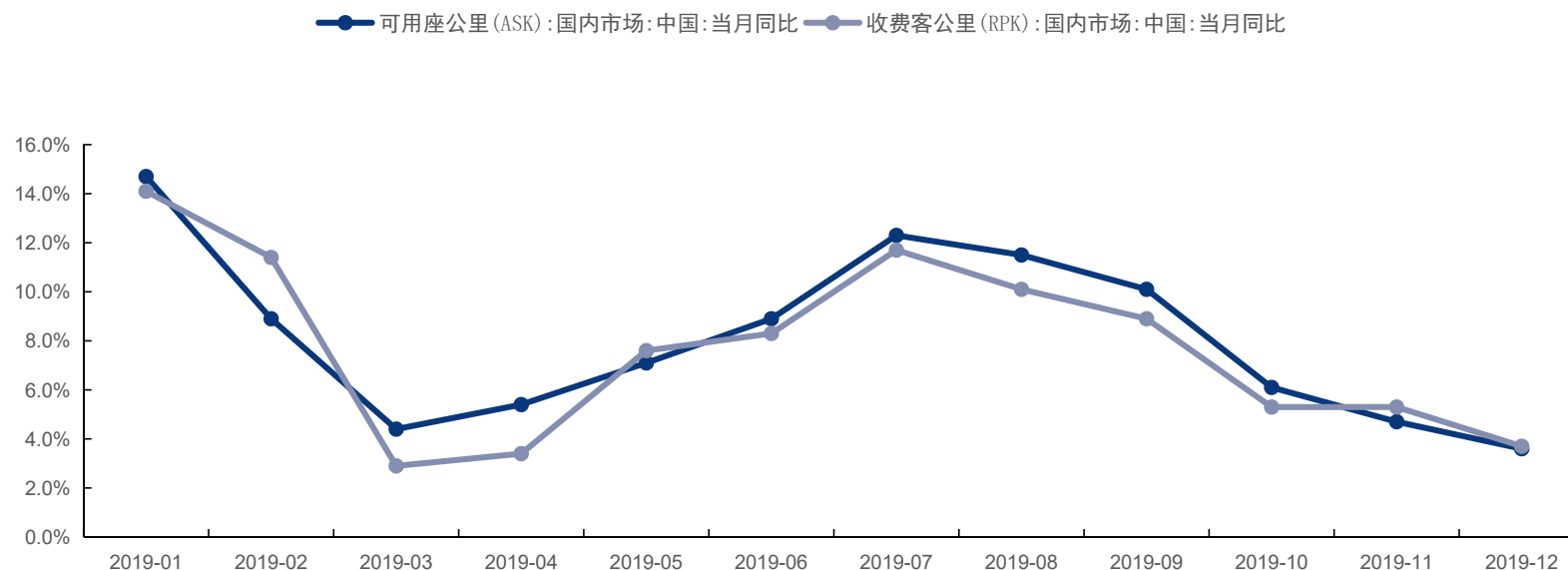
图：各个航空公司归母净利润增速



1.2019年航空供需没有错配

- ◆ 2019年大部分月份ASK超过RPK，全年保持供求弱平衡
- ◆ 从增速水平看，除了1-2月，其他各月份处于低于10%的水平。

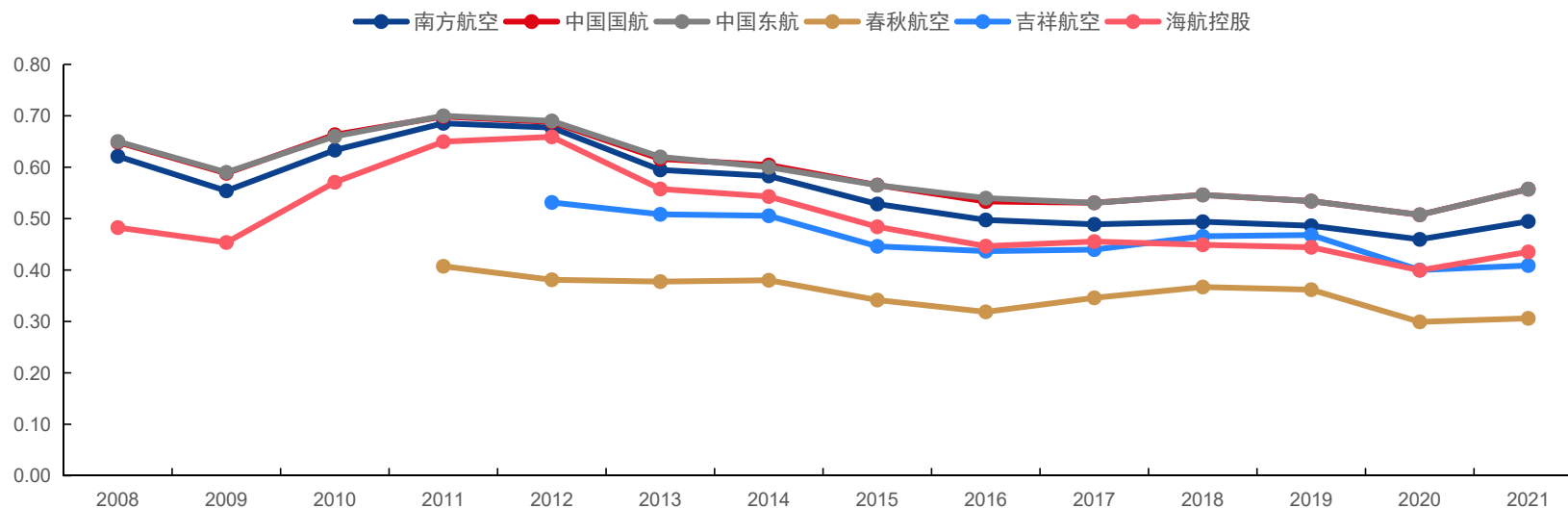
图：中国航空公司行业ASK与RPK当月同比数据（%）



1.2019年航空票价趋势

- ◆ 2019年票价略有下滑
- ◆ 其中，南方航空、中国国航、中国东航、春秋航空票价同比下滑1.6%、2.2%、2.2%、1.4%

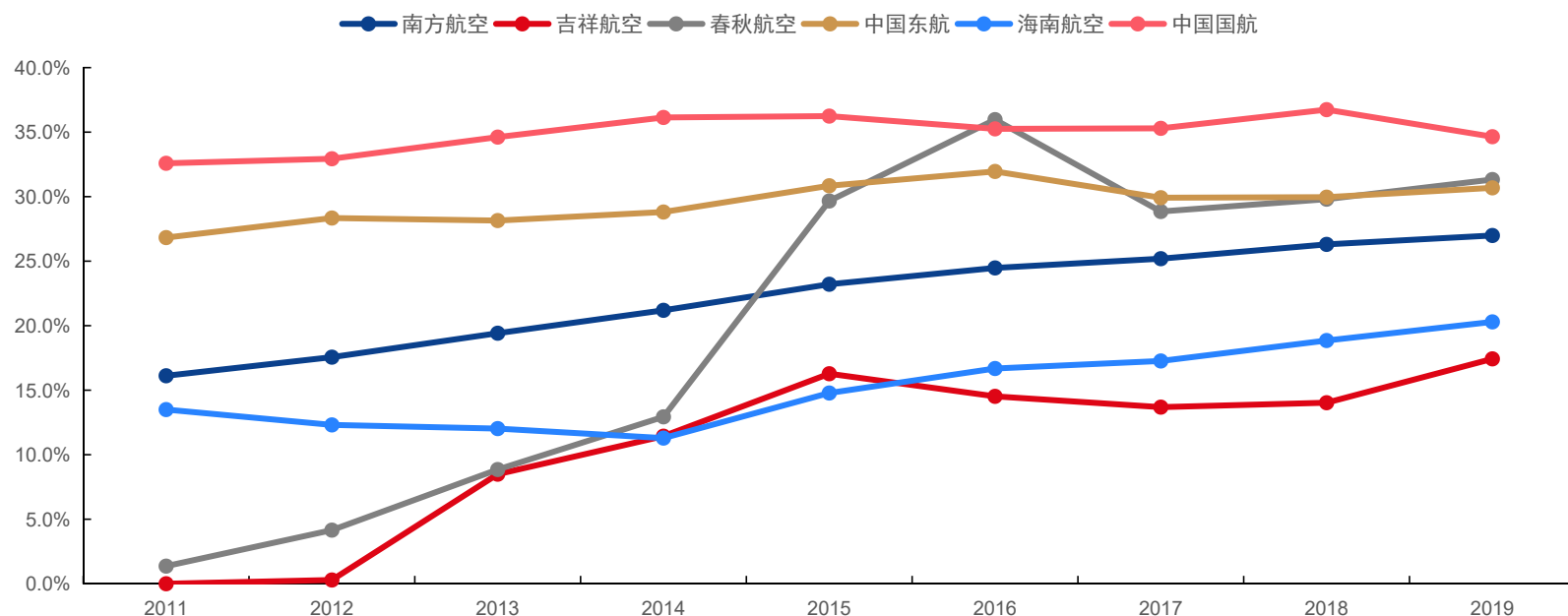
图：六大航空公司客公里收益（元/客公里）



1.2国际收入曾是各大航空公司重要科目

- ◆ 2019年中国国航、中国东航、南方航空、春秋航空、吉祥航空国际收入占比分别为34.6%、30.7%、27.0%、31.3%和17.4%
- ◆ 不一定盈利，但提高周转率

图：六大航空公司国际收入占比（%）



1.2相对2019年，实际供给超过名义供给

- ◆ 由于国际航空规则，国际航线供给大幅减少
- ◆ 那么，减少的国际运力**去哪儿**？

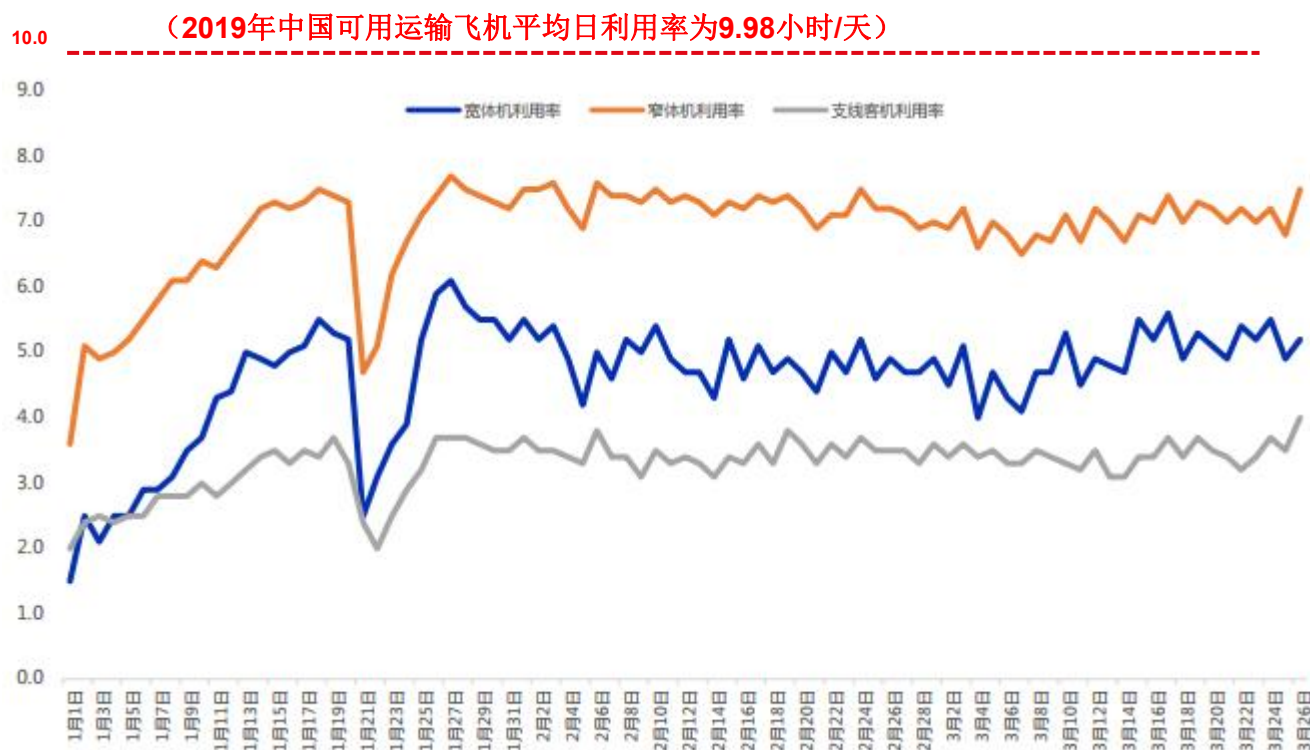
图：我国民航国际航班量周趋势（班次）



1.2国际运力转国内，导致国内航班周转率降低

- ◆ 国际运力转国内后，降低了国内整体航班的周转率
- ◆ 2019年国内航班日利用率为9.98，2023年占比较大的窄体机日利率接近7的水平，较2019年仍有较大差距

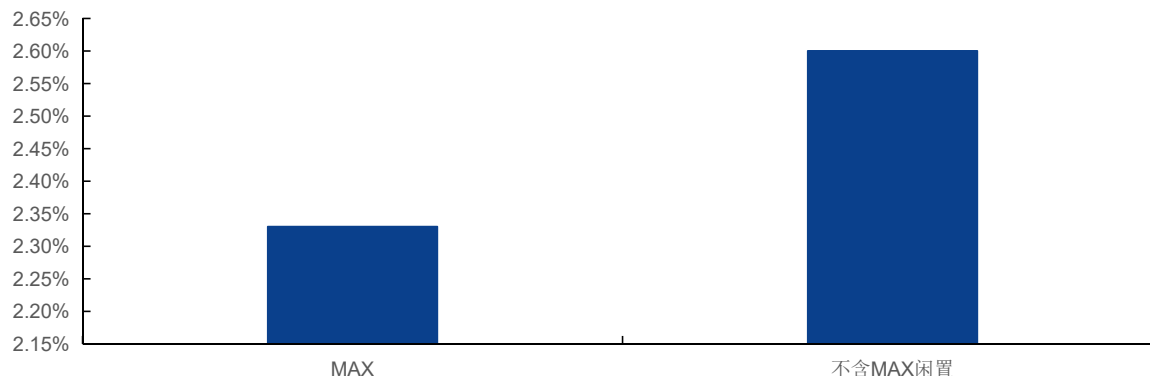
图：2023年中国民航飞机日利用率趋势（小时/天）



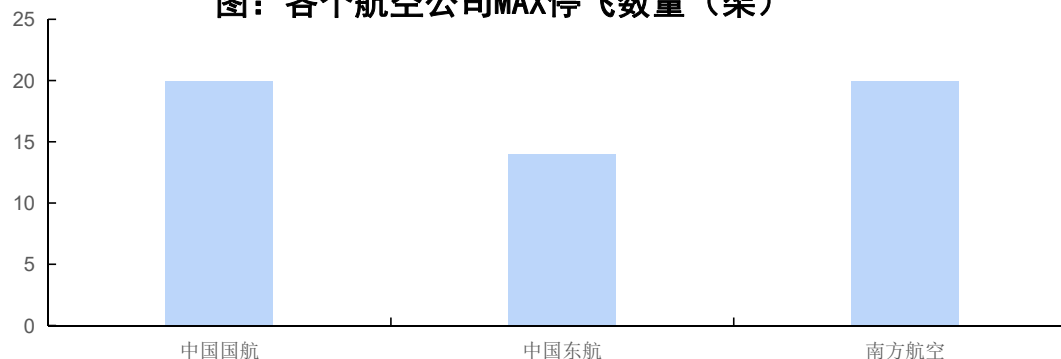
1.2MAX的停飞也是降低周转率的因素

- ◆ 由于波音对MAX的安全问题仍在陆续解决当中，也形成行业飞机周转率降低的一个因素
- ◆ 但剔除MAX机型后，仍有供给处于闲置

图：MAX系列与不含MAX系列飞机闲置率对比（%）



图：各个航空公司MAX停飞数量（架）



1.2国际航线的复苏关键——俄乌冲突

- ◆ 截至2月28日，已有超过30个国家或地区禁飞俄罗斯飞机。
- ◆ 能否通过俄罗斯空域会造成中美、中欧之间航班竞争力不对称

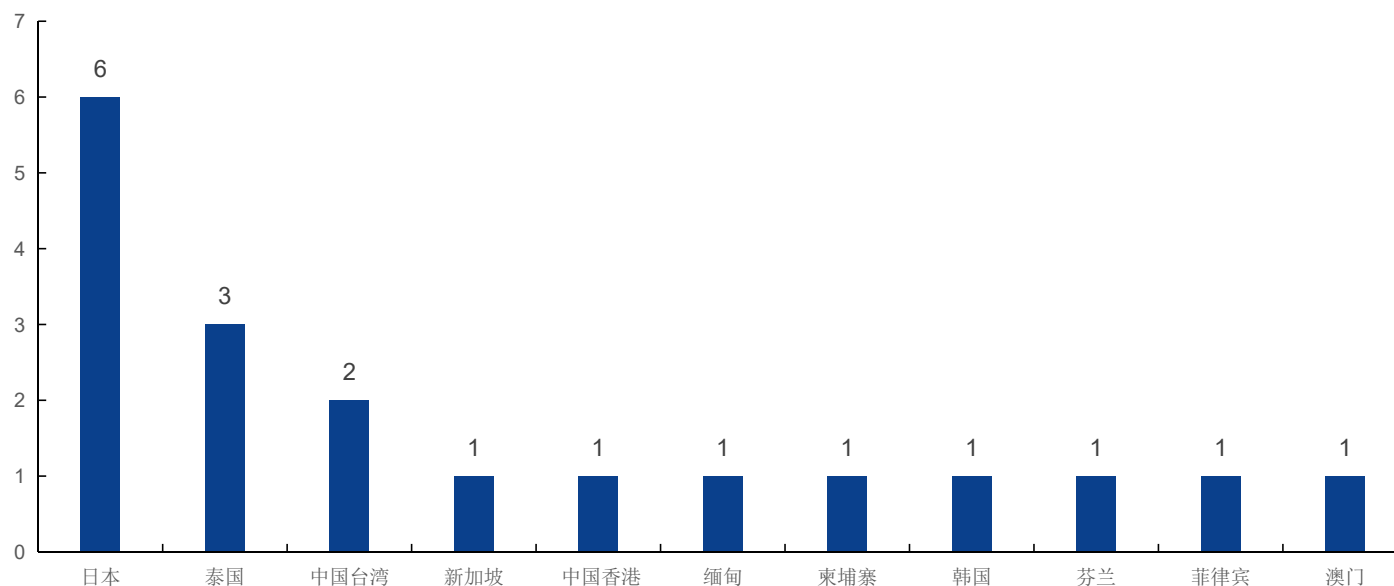


- 01 对航空股与众不同的观点
- 02 吉祥航空：相对19年的积极变化
- 03 吉祥航空：历史上的管理优秀者
- 04 盈利预测及投资建议
- 05 风险提示

吉祥航空：相对19年有积极变化的公司

- ◆ 在已上市的航空公司中，吉祥航空国际航线负担最小
- ◆ 从吉祥的主要国际航线来看，主要是恢复相对较快的亚洲航线
- ◆ 亚洲航线相对受俄罗斯空域影响较小

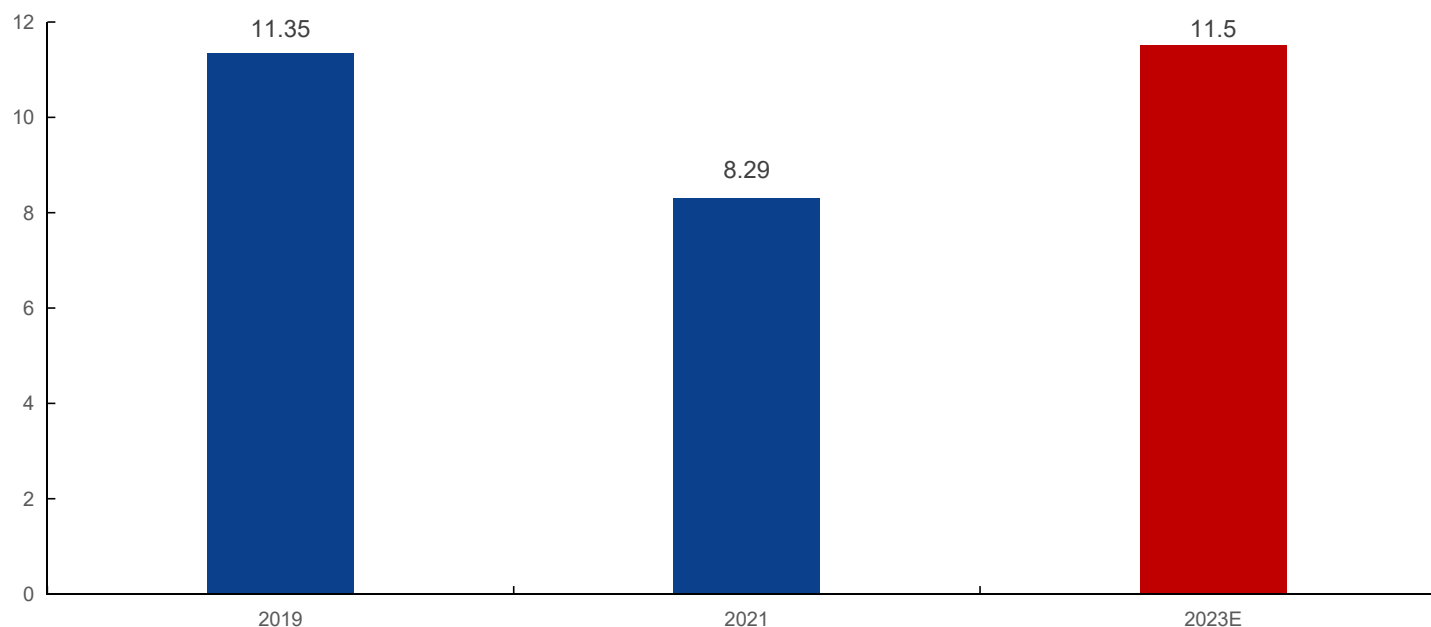
图：吉祥航空2019冬春季航班计划国际（地区）通航点（个）



吉祥航空：相对19年有积极变化的公司

- ◆ 吉祥2018年开始引进B787，原计划主要配置在国际航线，也曾一度成为市场对于公司的担忧点
- ◆ 吉祥将B787转飞国内优质时刻，预计利用率达到较高水平

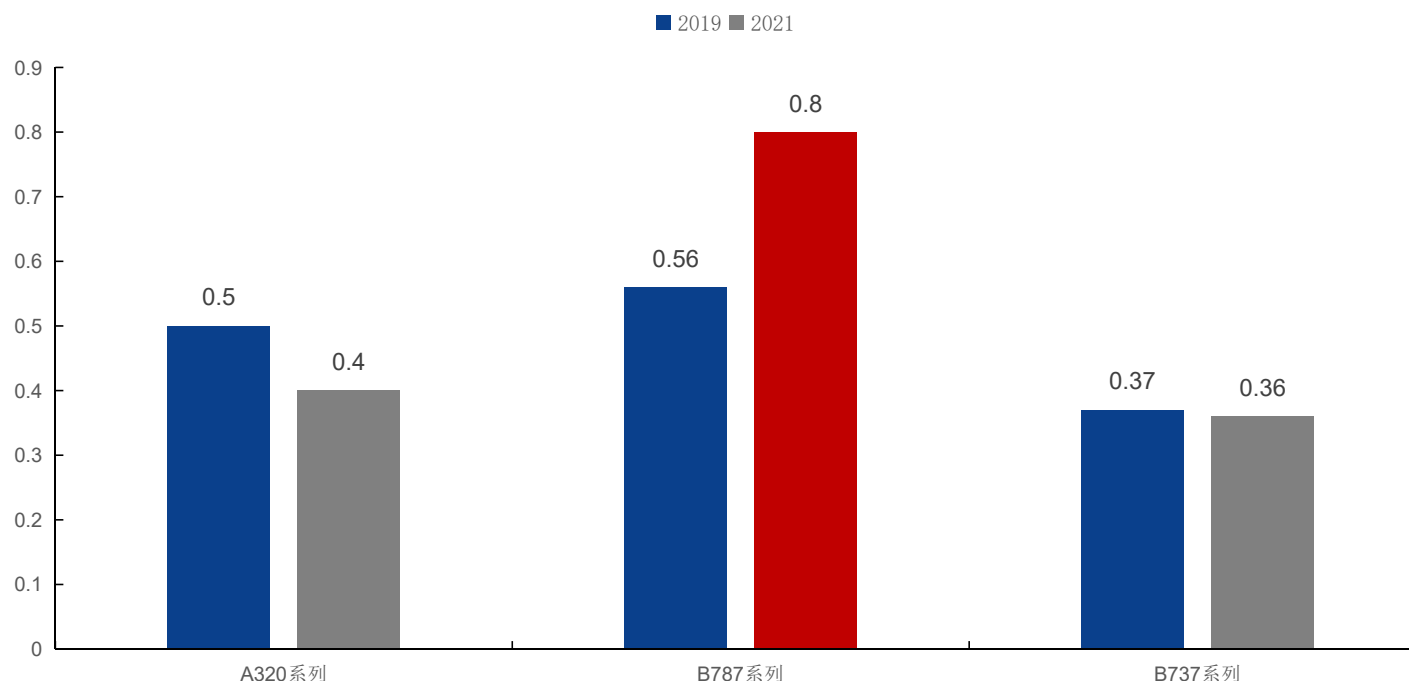
图：吉祥航空B787系列日利用率（小时）



吉祥航空：相对19年有积极变化的公司

- ◆ B787是好机型，从公司年报我们可以看到，B787客公里收益相对较高
- ◆ 预计2023年B787两舱客座率有望达到50-60%

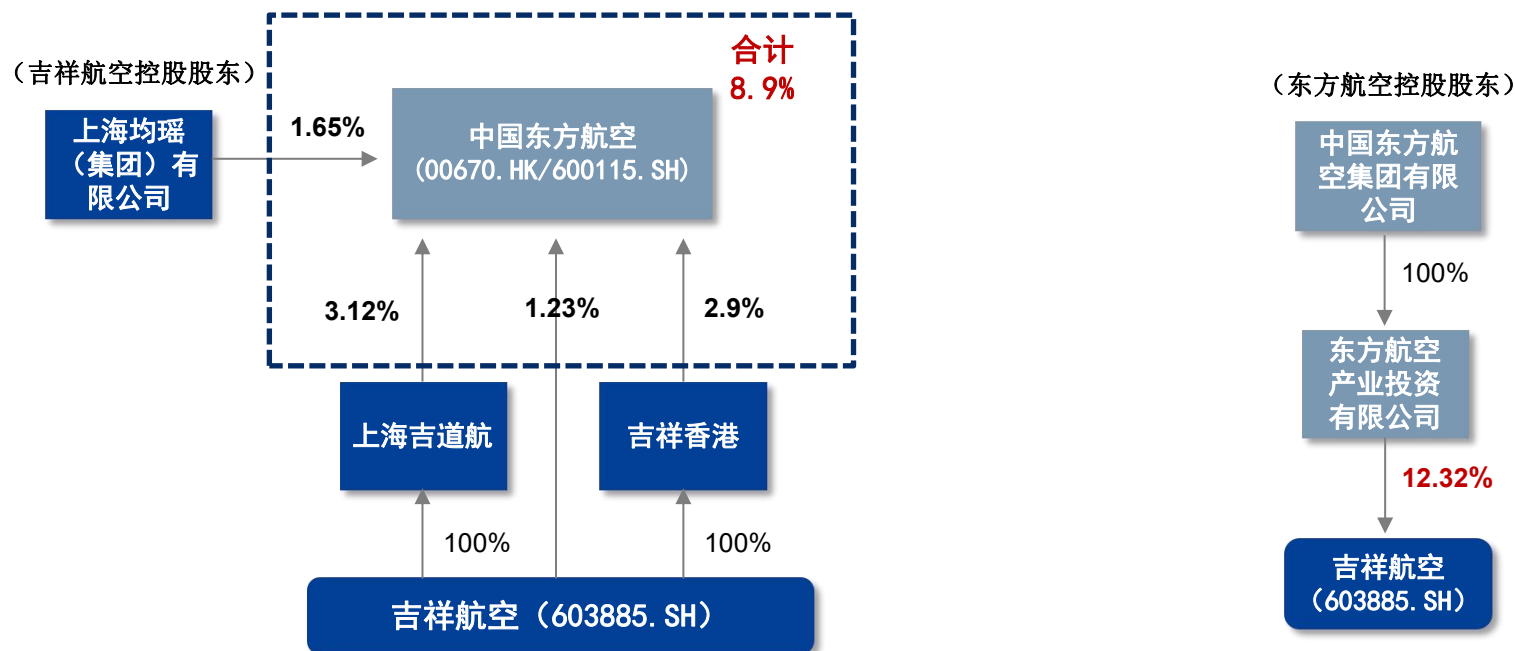
图：吉祥航空机队分系列客公里收益（元/客公里）



吉祥航空：相对19年有积极变化的公司

- ◆ 2019年，吉祥与东航互持股权，目前吉祥（包括集团）持有东航8.9%；东航（集团）持有吉祥12.32%
- ◆ 吉祥和东航主要市场均在华东，市场竞争有望缓和

图：吉祥航空与东航交叉持股结构示意图

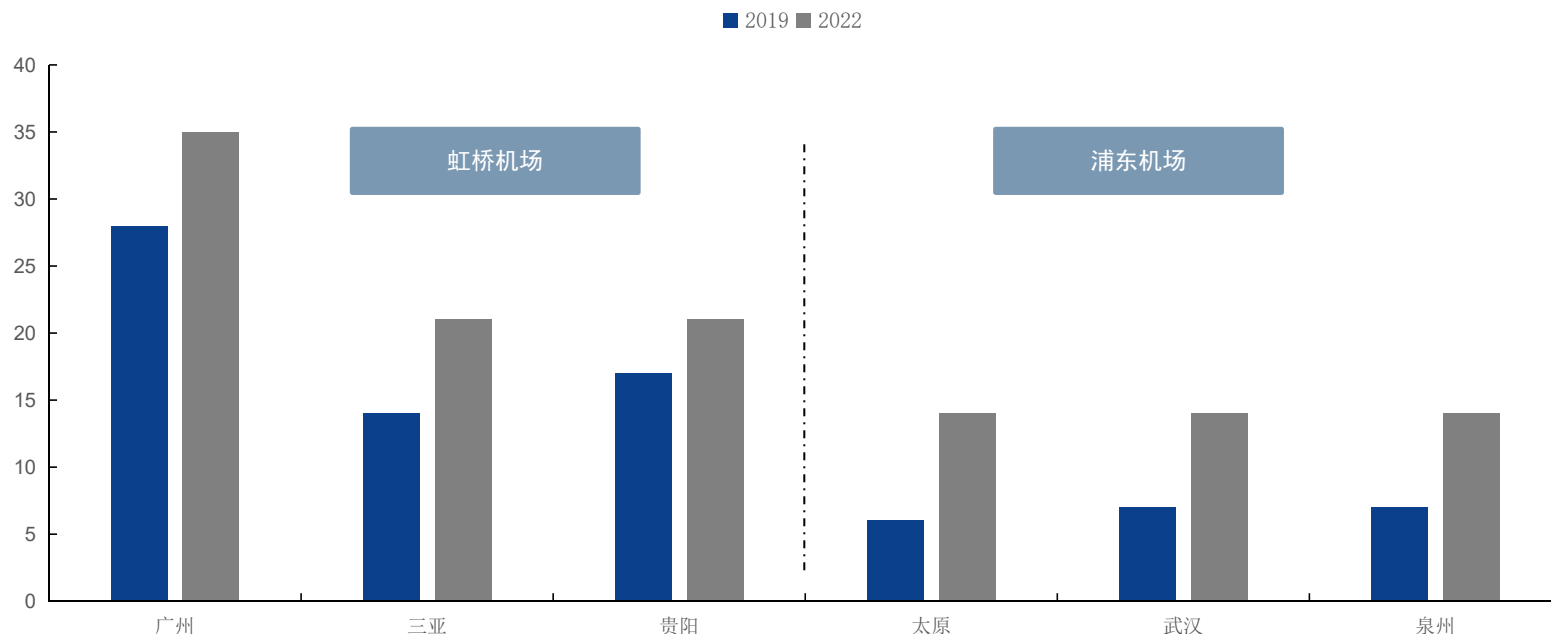


截至2022年9月30日

吉祥航空：相对19年有积极变化的公司

- ◆ 在疫情期间，吉祥不断加密优质干线，如对虹桥-广州、虹桥-三亚、虹桥-贵阳、浦东-太原、浦东-武汉、浦东-泉州等优质航线，每周航班次数均有提升

图：吉祥航空虹桥机场及浦东机场优质航线加密（每周/班）



01

对航空股与众不同的观点

02

吉祥航空：相对19年的积极变化

03

吉祥航空：历史上的管理优秀者

04

盈利预测及投资建议

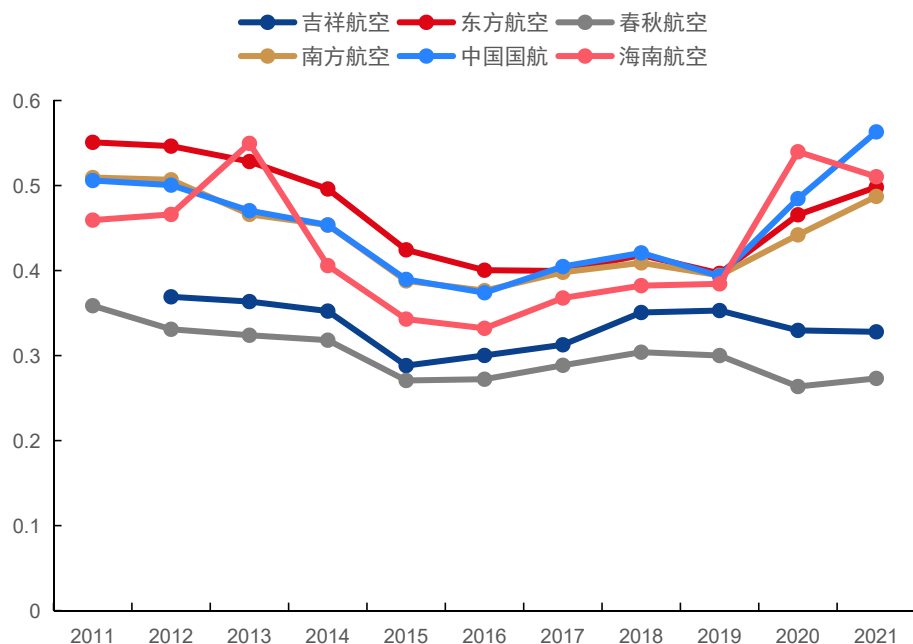
05

风险提示

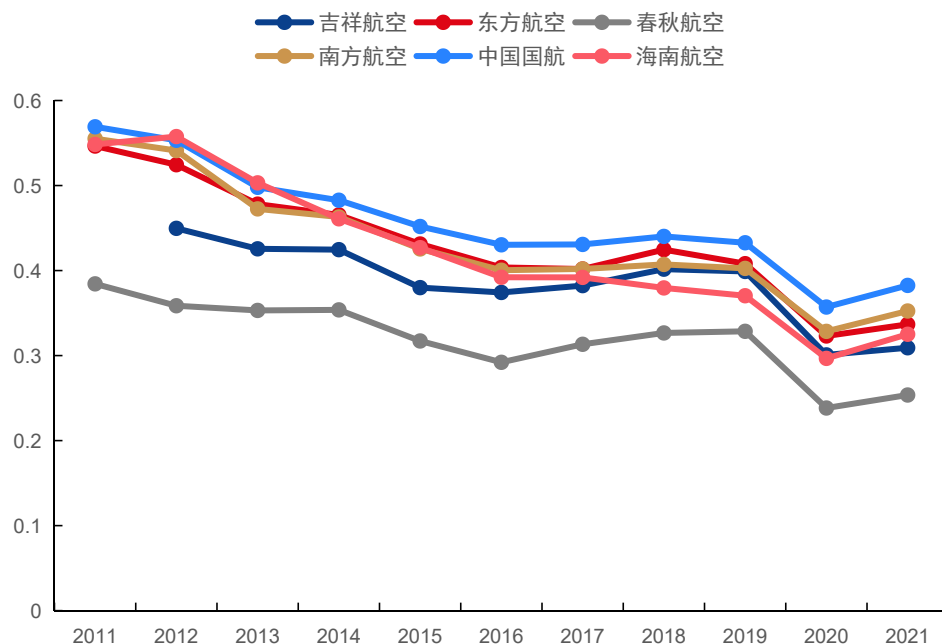
票价向三大航靠拢，成本向廉航靠拢

◆ 吉祥航空采用守正出奇的策略，在机票定价上向高端的三大航靠拢，而在成本控制缓解，则向廉价航空看齐

图：六大航空公司座公里营业成本（元/座公里）



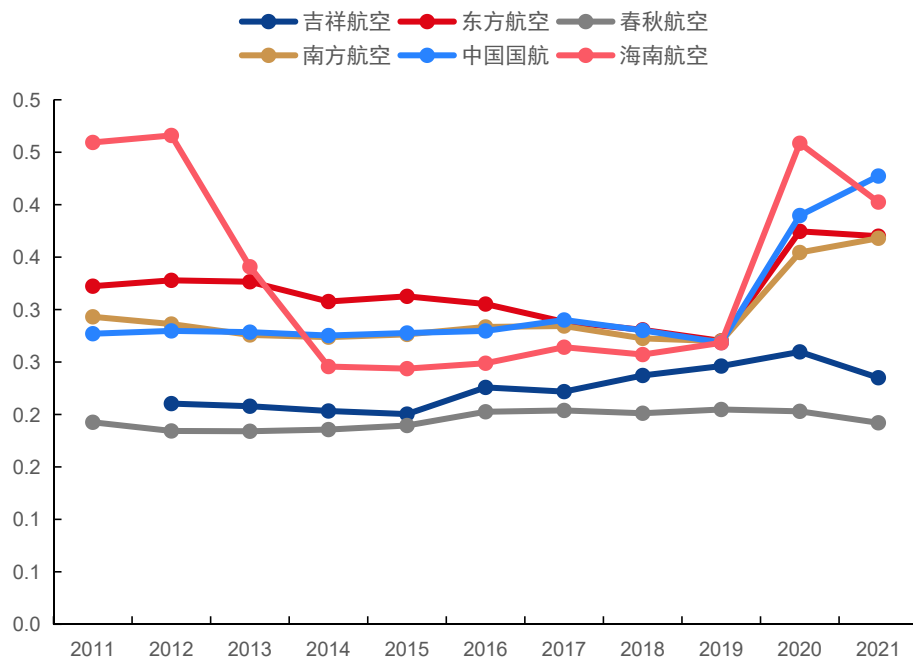
图：六大航空公司座公里收益（元/座公里）



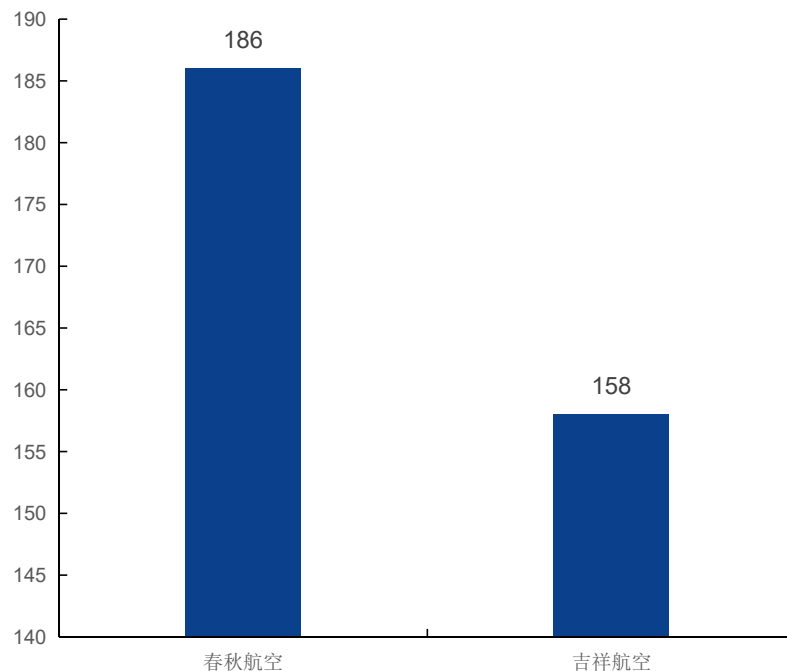
票价向三大航靠拢，成本向廉航靠拢

- ◆ 不考虑787，吉祥航空的单机成本接近春秋航空
- ◆ 由于通常座位数具有规模效应，吉祥航空主力机型A320座位数比春秋航空少约18%，在此背景下反应出吉祥航空超强的成本控制能力

图：六大航空公司座公里扣油成本（元/座公里）



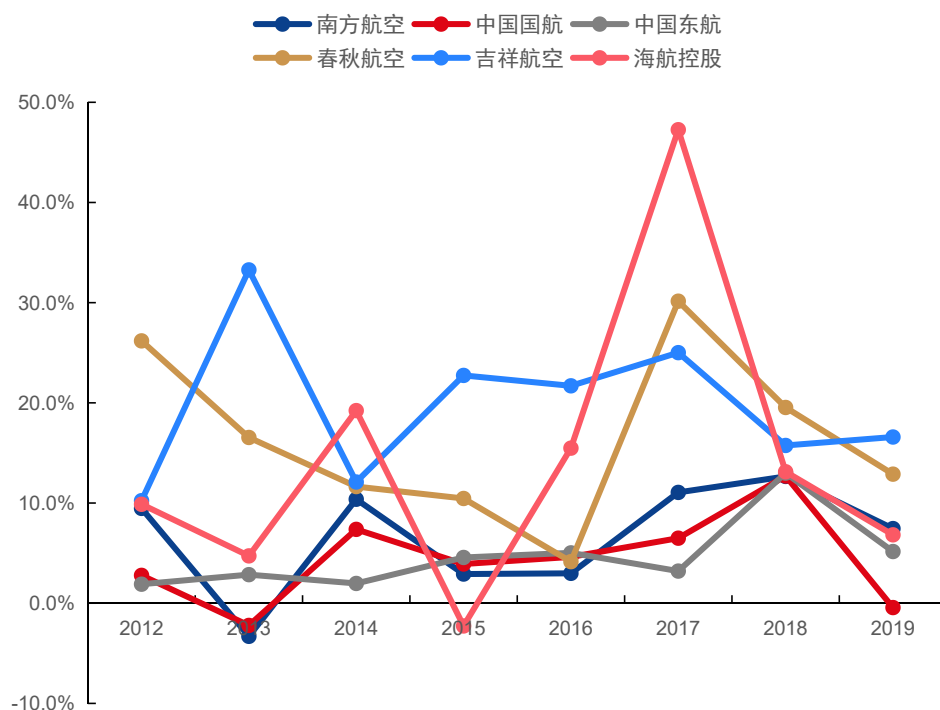
图：春秋航空与吉祥航空主力机型A320座位数比较（个）



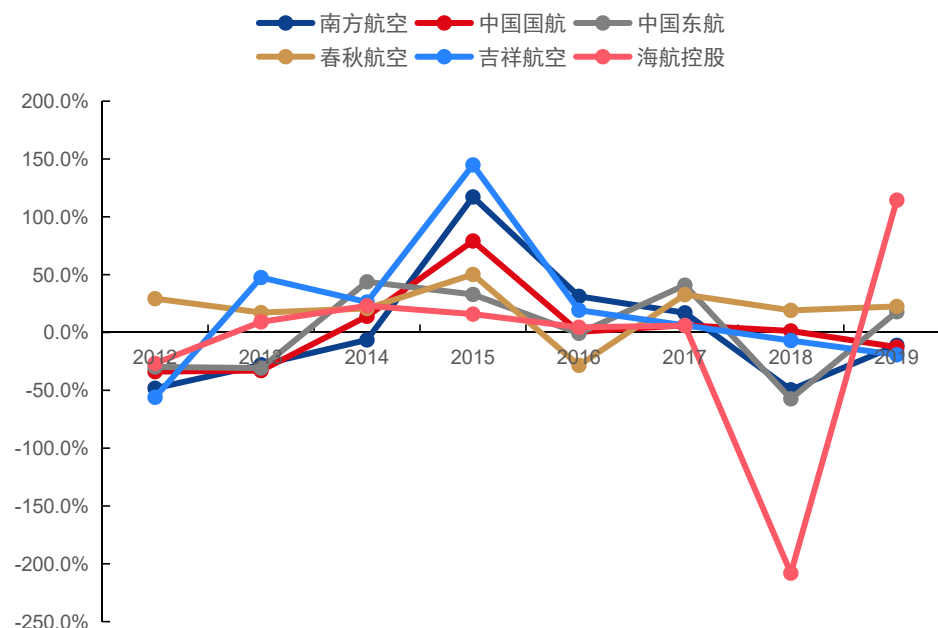
卓越的经营创造高于行业的增长

◆ 疫情前吉祥航空收入和归母净利润增速居于行业前列

图：六大航空公司营业收入增长情况（%）

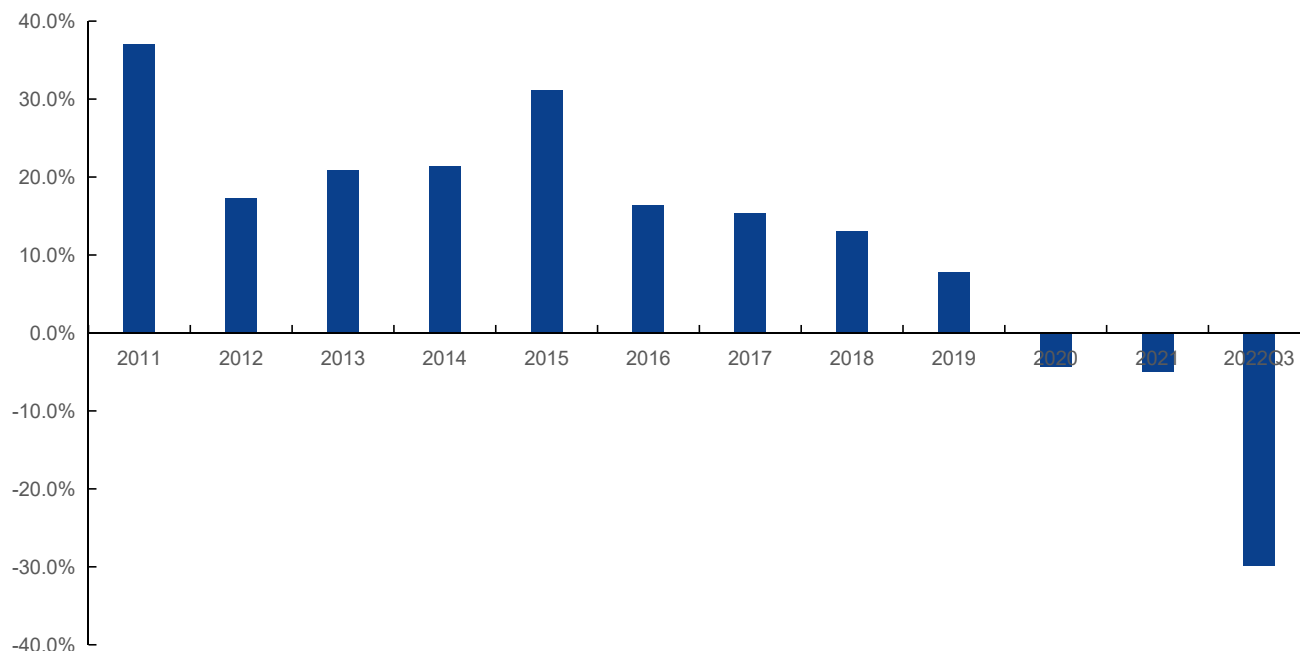


图：六大航空公司归母净利润增长情况（%）



◆ 疫情前吉祥ROE长期维持在15%以上, 高于行业的平均水平

图：吉祥航空净资产收益率(摊薄) (%)



01

对航空股与众不同的观点

02

吉祥航空：相对19年的积极变化

03

吉祥航空：历史上的管理优秀者

04

盈利预测及投资建议

05

风险提示

- ◆ 假设2023年吉祥航空仍然以国内客运收入为主
- ◆ 公司2023年2月国内客运收入客座率为84%，我们假设2023-2024年国内客座率分别为85%和87%

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
客运收入（百万元）	9,375	11,107	6,714	16,872	21,007
YoY(%)	-39.69	16.49	-34.44	125.04	24.10
相关核心假设					
RSK（百万元公里）	23,435	27,173	15,615	37,746	42,014
YoY(%)	-32.60	15.95	-42.53	141.73	11.31
国内客座率(%)	76.44	76.16	67.59	85.00	87.00
货运收入（百万元）	619.71	508.62	750.00	356.40	367.40
YoY(%)	107.08	-17.93	47.46	-52.48	3.09
营业收入合计	10,102	11,767	7,714	17,361	21,544
YoY(%)	-39.69	16.49	-34.44	125.04	24.10

- ◆ 我们预测2023-2024年公司归母净利润分别位12.2和31.7亿元，对应每股收益分别为0.55和1.43元，对应PE估值分别为32.6和12.5倍
- ◆ 自2019年吉祥航空产生的积极变化较多，结合2023年航空宏观环境，首次覆盖给予“买入”评级

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,102	11,767	7,714	17,361	21,544
YoY(%)	-39.7	16.5	-34.4	125.0	24.1
净利润(百万元)	-474	-498	-3,967	1,219	3,173
YoY(%)	-147.6	-5.0	-697.3	130.7	160.2
毛利率(%)	-1.7	-0.1	-25.3	18.9	27.8
EPS(摊薄/元)	-0.21	-0.22	-1.79	0.55	1.43
ROE(%)	-4.5	-4.9	-42.8	11.8	23.7
P/E(倍)	-84.0	-80.0	-10.0	32.6	12.5
P/B(倍)	3.7	4.0	4.2	3.8	2.9
净利率(%)	-4.7	-4.2	-51.4	7.0	14.7

- 01 对航空股与众不同的观点
- 02 吉祥航空：相对19年的积极变化
- 03 吉祥航空：历史上的管理优秀者
- 04 盈利预测及投资建议
- 05 风险提示

- ◆ 暑运低于预期
- ◆ 国际航线恢复进度低于预期

财务报表预测与估值数据汇总

吉祥航空（603885）股价（2023-03-31）：17.98元 投资评级：买入-A

资产负债表	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4318	3658	2160	6146	3089
现金	1833	1146	913	347	431
应收票据及应收账款	520	582	141	1486	533
预付账款	270	319	68	802	277
存货	207	207	132	362	184
其他流动资产	1488	1404	907	3149	1664
非流动资产	27990	40201	38600	43940	45722
长期投资	19	12	2	-11	-25
固定资产	14289	9338	10500	12872	14302
无形资产	875	847	965	1092	1244
其他非流动资产	12807	30003	27133	29987	30202
资产总计	32308	43859	40760	50086	48811
流动负债	11346	14766	13547	22053	18536
短期借款	6240	8162	10684	17081	14936
应付票据及应付账款	1211	1114	794	1984	1085
其他流动负债	3895	5490	2069	2989	2515
非流动负债	10078	18993	17828	17522	16689
长期借款	6019	4513	3348	3042	2209
其他非流动负债	4059	14480	14480	14480	14480
负债合计	21424	33759	31375	39575	35224
少数股东权益	33	44	-4	13	54
股本	1966	1966	2214	2214	2214
资本公积	5113	5108	8161	8161	8161
留存收益	5169	4183	-51	1270	4915
归属母公司股东权益	10851	10056	9390	10498	13533
负债和股东权益	32308	43859	40760	50086	48811

利润表	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10102	11767	7714	17361	21544
营业成本	10273	11780	9665	14076	15552
营业税金及附加	5	6	5	10	12
营业费用	425	453	306	682	810
管理费用	456	512	340	590	724
研发费用	49	79	47	109	134
财务费用	375	540	2953	361	150
资产减值损失	-7	-12	-3	-10	-15
公允价值变动收益	-5	5	-2	-3	-1
投资净收益	88	-40	61	27	34
营业利润	-749	-793	-5546	1547	4180
营业外收入	115	141	130	124	128
营业外支出	12	8	6	7	8
利润总额	-646	-660	-5421	1664	4300
所得税	-161	-162	-1406	428	1086
净利润	-485	-498	-4016	1236	3214
少数股东损益	-12	-1	-48	17	41
归属母公司净利润	-474	-498	-3967	1219	3173
EBITDA	1095	977	-4009	3489	6411

财务报表预测与估值数据汇总

吉祥航空（603885）股价（2023-03-31）：17.98元 投资评级：买入-A

现金流量表					
					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	613	1557	517	-121	6110
净利润	-485	-498	-4016	1236	3214
折旧摊销	1021	879	742	897	1066
财务费用	375	540	2953	361	150
投资活动现金流	-590	-1999	917	-6213	-2815
筹资活动现金流	259	-15	-1668	-1910	-2195
每股指标（元）					
每股收益 (最新摊薄)	-0.21	-0.22	-1.79	0.55	1.43
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.28	0.70	0.23	-0.05	2.76
每股净资产 (最新摊薄)	4.90	4.54	4.24	4.74	6.11

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-39.7	16.5	-34.4	125.0	24.1
营业利润(%)	-158.2	-6.0	-598.9	127.9	170.3
归属于母公司净利润(%)	-147.6	-5.0	-697.3	130.7	160.2
获利能力					
毛利率(%)	-1.7	-0.1	-25.3	18.9	27.8
净利率(%)	-4.7	-4.2	-51.4	7.0	14.7
ROE(%)	-4.5	-4.9	-42.8	11.8	23.7
ROIC(%)	0.2	0.2	-9.1	4.2	8.7
偿债能力					
资产负债率(%)	66.3	77.0	77.0	79.0	72.2
流动比率	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2
速动比率	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.4	0.4
应收账款周转率	19.1	21.3	21.3	21.3	21.3
应付账款周转率	8.0	10.1	10.1	10.1	10.1
估值比率					
P/E	-84.0	-80.0	-10.0	32.6	12.5
P/B	3.7	4.0	4.2	3.8	2.9
EV/EBITDA	51.4	71.4	-16.9	21.4	11.2

凌军，华金证券交通运输首席分析师，2023年3月入职华金证券研究所。曾先后在平安证券、国泰君安任职交通运输高级分析师。

16年证券投资分析从业经验，4年交通运输卖方研究经验，3年交通运输买方研究经验。

2008、2009、2015年先后获得交通运输新财富分析师（团队）前三名；于2008、2009年获得卖方分析师水晶球奖第四名和第三名。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上。

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

分析师声明

凌军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话: 021-20655588

网址: www.huajinsc.cn